

## Abril 2002

### Mercados e cenário

Os mesmos motivos que trabalhavam para a queda do dólar em março também o faziam no início de abril. Com isso a moeda americana chegou a ser negociada abaixo de R\$ 2,27 no dia 10. Porém, as turbulências políticas, com destaque para a frustração com o andamento da votação da CPMF no Congresso e a escalada de Lula nas pesquisas eleitorais, causaram uma reversão do movimento e a moeda americana não parou de subir até o final do mês, acumulando alta de 1,59% (R\$ 2,36) e batendo o CDI do período. O movimento continuou no início de maio, quando parte do mercado passou a apostar numa alta mais consistente, que pode inclusive ser realimentada por um novo movimento de busca de *hedge* pelas empresas. O risco Brasil teve comportamento muito parecido com o dólar e o Cbond fechou o mês com perdas (-4,73%).

Investimentos em renda-fixa feitos no início do mês tiveram performance negativa. A taxa de um ano, que no final de março estava em 18,35%<sup>aa</sup>, fechou o mês em 19,60%<sup>aa</sup>. Refletindo isto o IRF teve uma performance (1,27%) bem abaixo do CDI, mais do que revertendo os ganhos do mês anterior. O principal fator desta performance, além dos já citados anteriormente, foi a surpresa imposta pelo COPOM, que em sua reunião decidiu pela manutenção dos juros em 18,50%<sup>aa</sup>, frustrando as expectativas de parte do mercado que esperava a continuidade do processo de redução dos juros. A Ata divulgada na semana seguinte piorou ainda mais a situação, já que deixou clara a preocupação do BC com os efeitos secundários das altas dos preços administrados na inflação deste e do próximo ano.

Os dados econômicos divulgados nos EUA corroboram com a visão de que a recuperação econômica está em curso, mas será cadenciada e muito menos abrupta do que antecipado anteriormente. Os fatores decisivos na performance do mercado acionário americano em abril, mais do que as preocupações com fraudes de balanços e dados econômicos, foram a performance do preço do petróleo e os resultados (do primeiro trimestre) e perspectivas futuras divulgados pelas empresas. Os destaques negativo foram as empresas do setor de telecomunicações, que acumulam muitas dívidas devido aos pesados investimentos feitos no passado (época em que superavaliaram suas perspectivas de crescimento). O peso do setor nos índices (maior no NASDAQ, seguido pelo S&P500 e menor no DOW) foi o principal determinante de suas performances, conforme mostra a tabela abaixo.

A bolsa paulista sofreu devido a todos os fatores já mencionados. Perspectiva pior de queda de juros, turbulência política e queda das ações nos mercados internacionais fazem um mix negativo para o mercado acionário doméstico. Assim o Ibovespa, que chegou a acumular uma leve alta no início do mês (se recuperando das perdas de março), inverteu a tendência e fechou com o pior resultado entre os *benchmarks* do mercado local (-1,27%).

O quadro abaixo retrata fielmente as preocupações vistas pelos investidores ao redor do mundo. O dólar em primeiro e o Ibovespa em último mostram o aumento da percepção do risco país e menor expectativa de queda de juros e a queda das bolsas internacionais. A liderança do ouro mostra a demanda internacional pelo ativo, que serve de refúgio em períodos de incerteza quanto à força do dólar e à escalada da violência no Oriente Médio (e respectiva alta do preço do petróleo).

#### PERFORMANCE EM ABRIL

	<u>ABR</u>	<u>2002</u>		<u>ABR</u>	<u>2002</u>
OURO	3,95%	10,23%	DOW JONES	-4,40%	-0,75%
DÓLAR	1,59%	2,03%	S&P500	-6,14%	-6,20%
CDI	1,48%	5,76%	NASDAQ	-8,52%	-13,44%
IRF VALOR/IBMEC	1,20%	6,31%	FTSE (LONDRES)	-2,01%	-0,99%
CBOND	-4,73%	1,46%	NIKKEI (TÓQUIO)	1,41%	9,01%
IBOVESPA	-1,27%	-3,62%	EURO	3,34%	1,23%
			YEN	3,30%	2,33%

resultados em moeda local; fonte: Argumento.

Como dito anteriormente o COPOM surpreendeu a corrente mais otimista do mercado e manteve a taxa de juros inalterada em 18,50%<sup>aa</sup>, citando pressões secundárias dos aumentos de preços administrados sobre a inflação futura. De fato a autoridade monetária elevou em 0,5% sua expectativa para a inflação acumulada pelo IPCA em 2002 (para entre 4,5%-5%). Além disso, o

mesmo índice acumulou, nos 12 meses terminados em março, 7,75%, ainda bem acima do que se pode considerar confortável dadas as metas atuais.

O Banco Central continuou com sua política de adiantar-se a suas necessidade (*talvez por prever turbulências*) e captou mais USD 1 bi no início do mês. Porém, ao contrário das outras captações feitas em 2002, desta vez a demanda inicial foi menor do que a oferta e a República só conseguiu fechar a captação no segundo dia, após oferecer um retorno maior aos compradores dos títulos. Sinal mais claro de que o apetite internacional para títulos brasileiros está diminuindo foi o anúncio do cancelamento de várias empresas no início de maio (com destaque para a Petrobrás e a Eletropaulo Metropolitana). O movimento que dizíamos ser provável no seguimento de investimentos diretos (desaceleração com a proximidade das eleições) ainda não se viu, mas já afeta os mais voláteis componentes das contas externas. Antes disso, e apesar de ter mais recursos liberados como parte do acordo assinado em 2001, o Brasil repagou parte dos recursos do FMI e foi elogiado pelo Fundo por sua conduta responsável do ponto de vista fiscal. Nesse ponto porém, surge uma nova preocupação, não só pelo fato de que os gastos devem crescer com a proximidade das eleições, como pela perda de parte da arrecadação planejada com a CPMF e com as pressões, que já surgem, de aumento de salários em vários setores do funcionalismo público. De fato, a meta de superávit primário, ponto principal do acordo com o fundo e crucial na análise do risco Brasil, foi atingida por margem muito pequena no primeiro trimestre de 2002, ao contrário do que ocorreu nos anos anteriores quando o primeiro trimestre gerava sobras para acomodar os gastos maiores do segundo semestre. Uma deterioração nas contas públicas pode e deve ser evitada a todo custo, para que possamos continuar dizendo que os fundamentos econômicos continuam sólidos.

O quadro político continua se complicando: Serra estagnou e não ganhou tanto com desistência de Roseana. De fato, o que as pesquisas mostram é que Lula foi o maior beneficiado pela desistência da ex-governadora. Ciro foi ainda mais prejudicado não só pela verticalização das alianças, como por outra importante decisão do TSE, que o impediu de aparecer nos programas de TV dos partidos coligados (PPS e PTB) antes da oficialização das coligações, que só ocorrerá nas convenções partidárias entre 10 e 30 de junho. Outro ponto negativo do cenário político, que pode estar ligado aos recentes aumentos da gasolina e à ameaça de aumento de outros impostos para compensar as perdas com a CPMF, é a queda da popularidade de FHC, que interrompe vários meses de alta e se reflete diretamente na perda de apoio do candidato governista. Porém, com a Copa do Mundo tomando a atenção do País em junho, e o início dos programas eleitorais na TV em agosto, todo este quadro pode mudar – mesmo porque, historicamente, o período de abril a junho é sempre de piora de apoio popular ao governo. É muito cedo para se prever o resultado das urnas.

Enquanto o PT tem um discurso cada vez mais moderado e em direção às políticas econômicas atuais, parte do eleitorado teme não só a falta de preparo de Lula, como o fato de que a imagem atual não corresponde ao histórico de atuação e a doutrina do partido. Enquanto a LRF<sup>1</sup> e outros fatores institucionais impediriam grandes mudanças macroeconômicas (e os exemplos de Argentina e Venezuela desencorajam atitudes heterodoxas e/ou populistas), os investidores têm se sentido desconfortável com a repetitiva publicação de pesquisas que mostram a mesma informação: Lula continua na frente, podendo, inclusive, ganhar no primeiro turno (dependendo da pesquisa que se olha). Por outro lado, alguns analistas afirmam que os candidatos que ameaçam a segunda posição de Serra (Ciro e Garotinho) terão problemas internos (antes ou durante as convenções partidárias) e perderão apoio popular assim que seus programas (ou a falta deles) forem detalhados.

Como já dissemos a perspectiva nos EUA é de retomada lenta do crescimento. O PIB no primeiro trimestre subiu 5,8%, em boa parte devido ao aumento de gastos do governo com a guerra contra o terror e incentivos à retomada do crescimento. A julgar pelas declarações feitas por Greenspan de que o mercado de trabalho é muito importante para que fique claro como se dará a retomada do consumo e do crescimento econômico e em vista do último dado (de abril) que mostrou crescimento maior do que o esperado para a taxa de desemprego (6%, após acusar 5,5% em fevereiro e 5,7% em março), um número cada vez maior de economistas aposta na manutenção dos juros não só na reunião de maio como na de junho.

O próprio aumento de gastos fez com que o Tesouro americano anunciasse sua intenção de emitir USD 1 bi em títulos no próximo trimestre, contra uma previsão inicial de resgate líquido de USD 89 bi. Apesar de se tratarem de números baixos quando consideramos a arrecadação anual de USD 2 tri e o fato do país estar com sua dívida em níveis bastante confortáveis, o aumento da

<sup>1</sup> Lei de Responsabilidade Fiscal

dívida pública, se continuado, pode se traduzir em aumento dos juros de longo prazo. O mercado já reagiu com elevação moderada das taxas de juros nos títulos mais longos do Tesouro.

Com a frustração quanto à velocidade de retomada e afetado também pelos sinais positivos vindos da Europa (e menos negativos vindos do Japão), o dólar perdeu espaço com relação ao iene e ao euro. Outro efeito da retomada menos robusta foi visto no mercado de crédito americano, onde emissores de qualidade de crédito abaixo de *investment grade* tiveram os prêmios de risco de seus títulos bastante elevados.

Na Europa, os dados de inflação mostraram arrefecimento e podem dar mais tranqüilidade aos principais bancos centrais, apesar das altas dos preços ao produtor na França e dos salários na Itália. Por outro lado, a confiança do empresariado da Zona do Euro está nos níveis mais elevados dos últimos meses e as vendas do varejo também têm se recuperado. Entretanto, o desemprego continua alto, em 8,4% pelo quinto mês consecutivo.

No Japão, a expectativa oficial do Banco Central local é que 2002 seja um ano de estagnação, o que é uma boa notícia dadas as quedas na atividade nos últimos anos (queda de 10,2% na produção industrial no ano fiscal de 2001), mas não empolga do ponto de vista de impulsionar o crescimento global.

Bastou mencionarmos, no relatório anterior, que a percepção internacional era de que a temperatura havia baixado na América Latina, para termos novas surpresas, com o golpe e contra-golpe na Venezuela como principal destaque. A substituição de ministros na Argentina é menos importante mesmo porque isto tem sido comum nos últimos meses. De qualquer forma, salvo por novos episódios de convulsão política e/ou social, o mais provável é que nossos próprios problemas internos sejam muito mais importantes na definição das oscilações dos mercados brasileiros do que qualquer notícia de nossos vizinhos. Mais importantes do que notícias latinas, mas ainda atrás do noticiário doméstico, devemos manter o petróleo e o mercado acionário americano em nossos radares, em busca de “sinais de perigo”.

- Nossa frase do relatório anterior “...acreditamos que os preços atuais voltam a justificar um aumento de alocação para o retorno em longo prazo num cenário de continuidade político-econômica...” ganhou significado mais importante. O medo de ruptura com o modelo atual foi o principal causador da alta do dólar e do risco Brasil e da queda do Ibovespa em abril e início de maio. É este justamente o ponto decisivo para o mercado de ações, e uma resposta definitiva não sairá tão cedo.
- Após o mês de março em que o dólar ficou entre R\$ 2,30 e R\$ 2,35 a volatilidade voltou com tudo em abril. No auge do otimismo, o dólar chegou a cair pouco mais de 1%, confirmando nossa visão de que havia pouco *downside* para posições compradas a R\$ 2,30. Mais importante do que isso, a recuperação rápida dos R\$ 2,27 para os atuais R\$ 2,42 (6,5%) é apenas um aperitivo do que pode ocorrer com o mercado de câmbio em ano eleitoral. É certo de que a R\$ 2,42 as perdas causadas por um novo teste das mínimas de abril seriam consideráveis e podem prejudicar o resultado de um portfólio mais conservador. Porém, dada a necessidade de melhora das contas externas e a probabilidade de menor fluxo estrangeiro com a proximidade das eleições, acreditamos ser esta possibilidade remota e atribuímos maior chance a um movimento continuado de alta até o patamar atingido em fevereiro (R\$ 2,47) no curto prazo. De qualquer forma, o risco aumenta não só pelo novo patamar em que se encontra a moeda americana, como pelo fato de que, teoricamente, daqui até o final do ano a volatilidade só tende a aumentar.
- Chegamos ao final de abril com prêmios oferecidos para posições pré-fixadas em níveis mais atraentes, e próximos inclusive ao que mencionávamos no mês anterior. A taxa para negócios de um ano estava, enquanto escrevamos este relatório, próxima de 20%<sup>aa</sup>. Porém, ao contrário do que tínhamos no mês anterior, o Banco Central deixou menos claro o caminho e intensidade da redução de juros. Ao mesmo tempo, a pré-fixação por um período de um ano fica cada vez mais arriscada devido ao período que cairá dentro do novo governo (4 meses para negócios fechados agora). Assim, antes de uma posição de um ano, que começamos a achar atraente (apesar de acreditarmos hoje que o prêmio pode se elevar mais no futuro próximo), sugerimos um início de alocação para períodos mais curtos, como 6 e 9 meses, apesar do prêmio menor. A paciência tem dado retorno e deve sempre acompanhar o investidor disciplinado.